



Research and  
Development Center

# 已是悬崖百丈冰，犹有花枝俏

—赛轮轮胎(601058)深度报告

2021年10月30日

张燕生 化工行业首席分析师  
S1500517050001  
+86 10 83326847  
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师  
S1500520080002  
+86 10 83326848  
hongyingdong@cindasc.com

## 证券研究报告

## 已是悬崖百丈冰，犹有花枝俏

## 公司研究

## 公司深度报告

## 赛轮轮胎(601058)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 公司主要数据

 收盘价(元) 13.4  
52周内股价波动区间 15.33/4.63

 (元)  
最近一月涨跌幅(%) 45.10  
总股本(亿股) 30.63  
流通A股比例(%) 83.53  
总市值(亿元) 411

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

2021年10月30日

## 本期内容提要：

◆在国际化的道路上发足狂奔。2021年2季度以来，轮胎行业受到海运和双反影响承压已是不争事实，但海运对于持续发力国际化，出口占比超70%的赛轮理论上是压力更大的，但2-3季度，尽管确实受到海运影响利润承压，但3季度收入已超玲珑、连续两个2季度利润为上市轮胎企业最高，更说明国际化的重要性。公司的国际化做得好，已经不是停留在由中国出口，而是将海外市场、海外生产布局做得更好。赛轮作为最早在越南布局产能的企业，公司近三年的高速增长，越南工厂功不可没。2018年以来公司业绩进入高速增长阶段，净利润从2018年的6.57亿元增长到2020年的15.2亿元，复合增长率为52.15%。越南工厂的高利润率其中一个核心在于出口至美国、欧洲市场的低税率。2020年，美国对包括泰国、越南、韩国和中国台湾地区进行双反调查，2021年5月双反落地。在新的双反压力下，多家轮胎公司准备建立第二海外工厂，尽管公司的第一海外工厂所在的越南地区为本轮双反税率最低的地区，但公司仍然第一时间开始了海外第二工厂的规划，2021年3月9日，公司公告建立柬埔寨工厂，后又对其进行增资，设计产能达到900万条/年半钢胎。由于公司的柬埔寨工厂距离公司现有的越南工厂距离较近，具有显著的协同效应，公司目前正在加速建设柬埔寨工厂，预计2021年底柬埔寨工厂有望提前投产，2022年柬埔寨工厂将正式贡献产量，公司将成为国内轮胎企业中率先投产第二海外工厂的轮胎企业。

◆在基础研究的方向上不辍耕耘。中国轮胎企业想要实现品牌的突破，仅仅靠营销是不够的。近五年中，中国轮胎行业龙头崛起，开始有实力投入研发，但即便到今天，大部分轮胎企业的研发费用实际是用作产品开发，而投身到轮胎基础科学的研究的企业凤毛麟角。但这确实中国轮胎品牌跻身一线、甚至超越一线的虽艰难却必经之路。在传统轮胎材料之外，公司与国内科研人员联合开发了“液体黄金”轮胎材料，目前已经投产试推广，定位高端领域，有望成为公司新的业绩推动力。液体黄金轮胎材料是一种湿法混炼胶，它克服了传统轮胎的“魔鬼三角”，在滚动阻力、耐磨性能、抗湿滑性能上均有明显提升。另外相比传统轮胎，液体黄金轮胎在全生命周期在生产、使用的全生命周期实现了更低的耗能、碳排放。目前，采用全新的液体黄金材料的液体黄金轮胎已经在公司进入投产测试期，首先从重卡等B端用户打入市场，同时与三一重工等企业签署战略合作，客户反馈良好，高技术含量、高品质的产品有望进一步提高公司的产品力和品牌力，提高公司的产品溢价，并进一步比肩国际一线品牌，向高端市场进军。

◆边际改善已至，2022重回快车道。2021年3季度，公司实现营业收入45.93亿元，同比增长5.21%，实现归母净利润2.99亿元，同比下降44.49%，环比基本持平，2021年前三季度共实现营业收入132.45亿元，同比增长18.65%，共实现归母净利润10.02亿元，同比下降14.58%。2021年2季度以来，公司净利率水平有所下降，主要是由于二三季度海运费和原材料价格上涨带来的成本上升，除此以外，3季度越南疫情加剧防疫政策趋严导致公司越南工厂开工率有所下降。进入四季度以来，对轮胎行业和公司形成影响的因素已经能明显迎来边际改善，运费方面东亚到美欧的航线出现边际下降的趋势，销售端，随着轮胎企业普遍发布涨价通知，成本端的压力实现向下游的传导，另外越南政府的疫情管控政策逐渐放开，工厂开工率回升，公司2022年步入快车道。

◆**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 185.2、249.4、293.4 亿元，同比增长 20.23%、34.67%、17.63%，归属母公司股东的净利润分别为 15.22、25.18、32.89 亿元，同比增长 2.06%、65.43%、30.62%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.50 元，0.82 元和 1.07 元。对应 2022 年的 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

◆**风险因素:** 1、全球疫情防控不及预期风险 2、公司产能扩张进度不及预期风险

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	15128	15405	18522	24944	29340
增长率 YoY %	10.55%	1.83%	20.23%	34.67%	17.63%
归属母公司净利润(百万元)	1195	1491	1522	2518	3289
增长率 YoY%	78.88%	24.79%	2.06%	65.43%	30.62%
毛利率%	25.86%	27.21%	24.17%	26.16%	27.06%
净资产收益率	17.87%	19.21%	15.61%	20.47%	21.64%
ROE%					
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.50	0.82	1.07
市盈率 P/E(倍)	34	28	27	16	12
市净率 P/B(倍)	5.81	4.85	3.72	3.03	2.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

## 目 录

引言 .....	5
投资聚焦 .....	6
在国际化的道路上发足狂奔 .....	7
在基础研究的方向上不辍耕耘 .....	13
边际改善已至，2022重回快车道 .....	17
投资评级 .....	23
风险因素 .....	23

## 表 目 录

表 1：赛轮轮胎现有产能及规划产能情况 .....	9
表 2：我国轮胎企业海外工厂产能建设情况 .....	10
表 3：越南新馆疫情管控政策 .....	19
表 4：国内市场轮胎涨价不完全统计 .....	21
表 5：国外市场轮胎涨价不完全统计 .....	22
表 6：盈利预测 .....	23

## 图 目 录

图 1：轮胎板块 2021H1 国内、海外收入分布（单位：万元） .....	7
图 2 轮胎板块 Q3 单季度收入（单位：亿元） .....	7
图 3：轮胎板块 Q3 单季度利润（单位：亿元） .....	7
图 4 赛轮、玲珑连续 24 个季度收入（单位：亿元） .....	8
图 5：赛轮、玲珑连续 24 个季度利润（单位：亿元） .....	8
图 6：赛轮越南公司贡献净利润情况（单位：万元） .....	8
图 7：赛轮越南、沈阳、东营子公司净利润率情况 .....	9
图 8：2017-2025 年公司全钢轮胎国内产量及增长情况（单位：万条） .....	11
图 9：2017-2025 年公司全钢轮胎国外产量及增长情况（单位：万条） .....	11
图 10：2017-2025 年公司半钢轮胎国内产量及增长情况（单位：万条） .....	12
图 11：2017-2025 年公司半钢轮胎国外产量及增长情况（单位：万条） .....	12
图 12：轮胎的生产制造过程 .....	13
图 13：《国际轮胎技术》期刊的封面文章介绍了液体黄金 .....	14
图 14：赛轮“液体黄金”轮胎打破了轮胎生产的魔鬼三角 .....	14
图 15：赛轮“液体黄金”轮胎 .....	15
图 16：赛轮“液体黄金”轮胎研发人物、机构关系 .....	15
图 17：三一重工与赛轮集团合作的“江山环游记”项目 .....	16
图 18：公司 2019-2021Q3 单季营业收入及增速情况（单位：百万元） .....	17
图 19：2019-2021Q3 单季归母净利润及增速情况（单位：百万元） .....	17
图 20：2019-2021Q3 单季利润率情况（单位：百万元） .....	17
图 21：SCFI 指数 .....	18
图 22：2019-2021 年天然橡胶价格（单位：元/吨） .....	19
图 23：2019-2021 年炭黑价格（单位：元/吨） .....	19
图 24：越南每天新增新冠确诊病例（单位：人） .....	19
图 25：2021 年 7 月到 2021 年 10 月东亚到美西单集装箱运费（单位：美元） .....	20
图 26：2021 年 7 月到 2021 年 10 月东亚到美东单集装箱运费（单位：美元） .....	20
图 27：2021 年 7 月到 2021 年 10 月美西到东亚单集装箱运费（单位：美元） .....	20
图 28：2021 年 7 月到 2021 年 10 月美东到东亚单集装箱运费（单位：美元） .....	20
图 29：2021 年 7 月到 2021 年 10 月东亚到欧洲单集装箱运费（单位：美元） .....	21
图 30：2021 年 7 月到 2021 年 10 月欧洲到东亚单集装箱运费（单位：美元） .....	21
图 31：2021 年 1-10 月轮胎企业宣布涨价通知的数量 .....	21

## 引言

每年全球轮胎市场消费额在 1 万亿元以上，虽然不是个高速增长的新兴行业，但胜在稳定，因为全球 80%的轮胎是存量车主在 2C 端直接消费的。经济、疫情等特殊因素会导致全球新车销量的大幅波动，但存量车的数量却是一直保持增长的。并且汽油车和新能源车的更替也不会影响到轮胎消费量。

并且由于 80%的轮胎在 2C 端消费，轮胎并不是单纯的汽车零配件，而是一条消费赛道。这一点在我们的研报《敲响轮胎消费时代的钟声》中有详述。全球顶级的轮胎公司如米其林、倍耐力，其产品甚至具有很强的文化消费属性。

同时，轮胎又属于制造业，其制造效率的高低也是至关重要的竞争能力，而这一点无疑是企业中国企业的优势。

然而，尽管经过此前十年的惨烈搏杀、剧烈的分化和整合，中国轮胎行业已经出现了几家确定性的龙头企业。这些龙头企业在全球的市占率却还不足 2%。发挥出中国制造的效率优势，这些龙头未来的成长空间或达 10 倍。

因此，在轮胎这样一个成熟大市场的行业，投资的看点无疑就是挑选出未来能够走进全球前列的中国轮胎种子选手。

目标远大，路却是一步一步走出来的。今天的中国轮胎行业龙头们的成长有两个维度需要努力，一是横向的变胖，做大规模，提高市占率；二是纵向的长高，提升品牌，提升价格和盈利能力。

在横向做大方面，中国公司依托中国市场，还是选择勇敢坚定的走国际化路线，种子选手们有不同选择。在纵向做强方面，通过营销提升品牌形象，还是潜心研发通过硬实力的产品树立品牌，种子选手们也有不同的选择。

2021 年中国轮胎行业遭遇了多重意外的困难考验，有年初开始的原材料价格剧烈波动，有二季度开始的海运紧张、运价高涨，有三季度出现的东南亚二次疫情反复。但是，顺境时的百花齐放难以判断各家战略选择的高低，逆境下踏雪寻梅才能发现谁走在正确的路径上。

风雨送春归，飞雪迎春到。

已是悬崖百丈冰，犹有花枝俏。

俏也不争春，只把春来报。

待到山花烂漫时，她在丛中笑。

——《卜算子·咏梅》毛泽东

赛轮轮胎的国际化路线和以研发为本的追求，在今年的困境中，让自己领跑于中国轮胎行业。投资者其实应该感谢今年的各种困难，它们是最好的试金石，创造了最好的鉴别与配置的窗口。今年三季度是最困难的时刻，但现在原料、海运、疫情的困难都在边际消褪，2022 年赛轮轮胎将重回快车道。

## 投资聚焦

**在国际化道路上狂奔。**2018 年-2020 年，国内龙头企业实现了一波快速增长，其重要增长来自于海外产能的布局，赛轮的越南工厂在赛轮过去 3 年年复合超 50%的高速增长中也功不可没。但我们认为，赛轮的成功，不仅仅是在于海外工厂，更在于其更国际化的长期发展方向布局。2021 年 2 季度以来，轮胎行业受到海运和双反影响承压已是不争事实，但海运对于持续发力国际化，出口占比超 70%的赛轮理论上是压力更大的，但 2-3 季度，尽管确实受到海运影响利润承压，但 3 季度收入已超玲珑、连续两个 2 季度利润为上市轮胎企业最高，更说明国际化的重要性。公司的国际化做得好，已经不是停留在由中国出口，而是将海外市场、海外生产布局做得更好。在国内企业第一批海外建厂的浪潮中，公司前瞻性的在 2012 年就在越南布局了海外产能。随后国内其他企业纷纷在东南亚建立海外工厂。受今年美国对东南亚地区双反的影响，国内多家头部轮胎厂商开始建立第二海外基地，公司也在 2021 年初公告在柬埔寨建厂，设计产能 900 万条/年半钢胎。从投产日期看，2021 年末柬埔寨工厂有望投产，赛轮速度再次引领中国轮胎行业。公司有望凭借柬埔寨工厂的低税率和与越南工厂的交通便利，进一步提升海外工厂的利润率，继续提升国际市场份额。

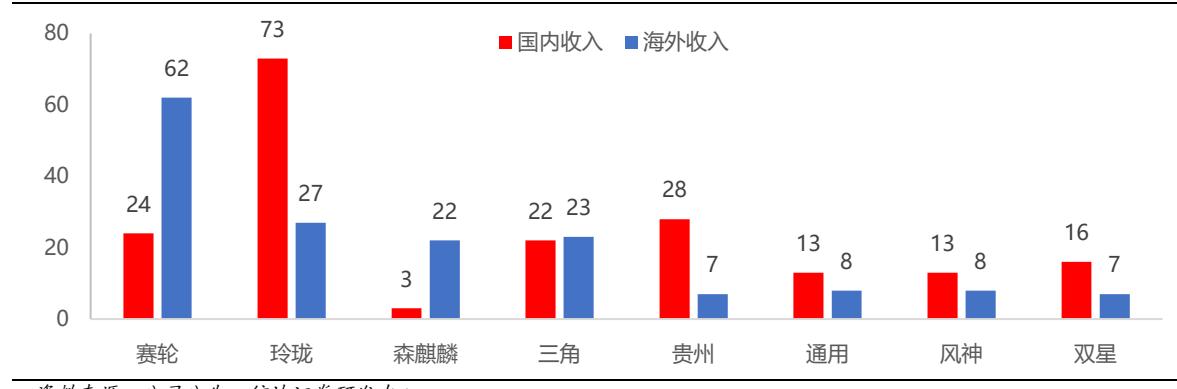
**在基础研究的方向上不辍耕耘。**市场部分投资者认为，赛轮仅仅是占据了海外工厂的优势，但我们认为，公司是国内轮胎企业、甚至国际轮胎企业中，为数不多的投身到轮胎基础科学的研究的企业，而这也是轮胎企业真正实现跻身一线、甚至赶超一线的路径。公司依托于实控人袁仲雪等专家和青岛橡胶谷的科研资源，在轮胎生产的众多环节中，在其中最为核心的材料领域实现了突破，革命性的实现了发明了湿法混炼的“液体黄金”，液体黄金克服了传统轮胎的“魔鬼三角”，在滚动阻力、耐磨性能、抗湿滑性能上均有明显提升。目前，采用全新的液体黄金材料的液体黄金轮胎已经在公司进入投产测试期，首先从重卡等 B 端用户打入市场，同时与三一重工等企业签署战略合作，客户反馈良好，高技术含量、高品质的产品有望进一步提高公司的产品力和品牌力，提高公司的产品溢价，并进一步比肩国际一线品牌，向高端市场进军。

**边际改善已至，2022 重回快车道。**2018-2020 年，受益于公司前瞻性的布局越南海外生产基地和越南工厂的产量逐步释放，公司净利润从 6.57 亿元增长至 15.2 亿元，年复合增速达到 52%。2021 年 1 季度，在美国对泰国、越南、韩国、中国台湾地区征收双反税率以来，由于公司所在的越南地区税率最低，公司 1 季度仍然实现了单季度利润同比 49.9% 增长。2021 年二三季度由于对外出口方面运费大幅上涨、运输紧张，成本端天然橡胶价格上涨，生产端越南疫情导致越南工厂开工率有所下滑，三方面因素导致公司 2-3 季度利润整体承压，但 2021 年 4 季度以来，对公司利润造成影响的各方面因素都迎来边际改善，运费端，海运费已经有松动迹象，东亚到美西、欧洲航线运费开始边际下降，成本端随着轮胎企业普遍发布涨价通知，成本端的压力实现向下游的传导，另外越南政府的疫情管控政策逐渐放开，工厂开工率回升。且我们认为，影响公司 2-3 季度利润的主要都为短期因素，公司未来 3 年长期高速成长的逻辑不变，随着公司越南工厂恢复正常，产能持续落地，公司未来 3 年有望继续保持 25% 以上的复合增速。

## 在国际化的道路上发足狂奔

2021 年原材料价格波动的影响对各家轮胎企业是公平的，但海运的影响对各家是不同的，因为各家公司的收入分布不同。赛轮轮胎的收入分布更符合全球轮胎需求分布，海外收入占公司收入的 70%以上；玲珑轮胎更偏好国内市场，国内收入占公司收入的 70%以上。今年海运运费暴涨，对海外收入占比高的公司利润侵蚀大。

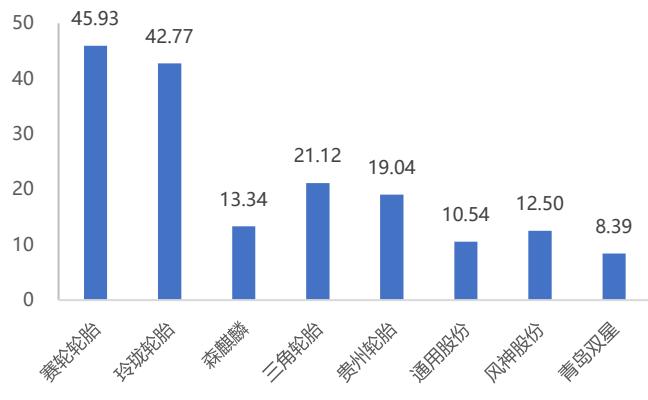
图 1：轮胎板块 2021H1 国内、海外收入分布（单位：万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

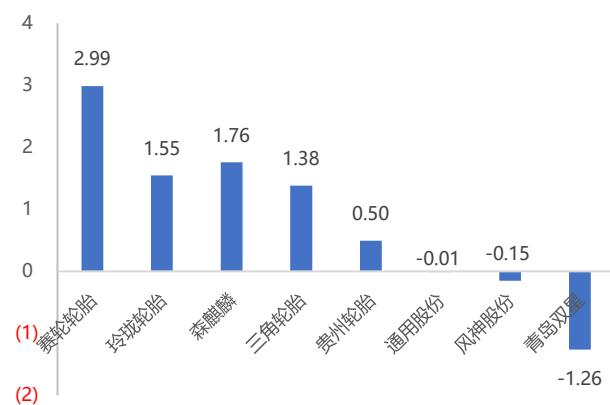
海运由二季度开始紧张，出现一柜难求，影响轮胎公司出货。海运运费从二季度开始升温，之后令人瞠目结舌的高运价贯穿整个三季度。然而以海外收入为主的赛轮轮胎三季度收入却比二季度略微增长，超过了玲珑轮胎三季度收入，玲珑轮胎三季度收入出现环比下滑。赛轮轮胎的三季度利润也与二季度持平，超过了玲珑轮胎三季度利润，玲珑轮胎三季度利润环比大幅下滑。

图 2 轮胎板块 Q3 单季度收入（单位：亿元）



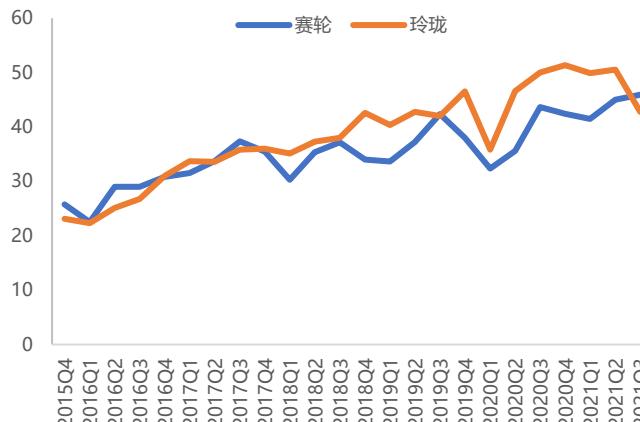
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：轮胎板块 Q3 单季度利润（单位：亿元）



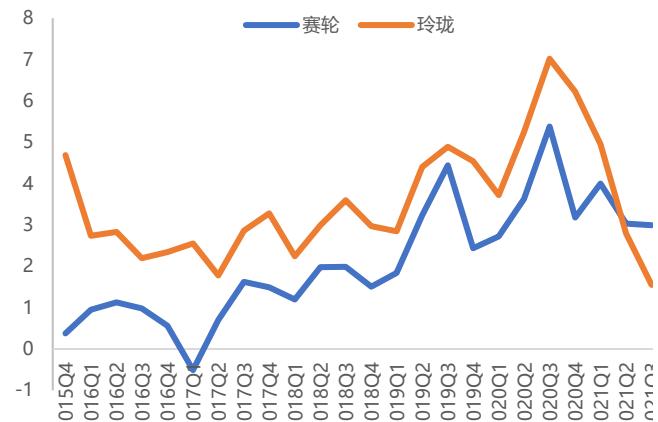
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4 赛轮、玲珑连续 24 个季度收入 (单位: 亿元)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 赛轮、玲珑连续 24 个季度利润 (单位: 亿元)



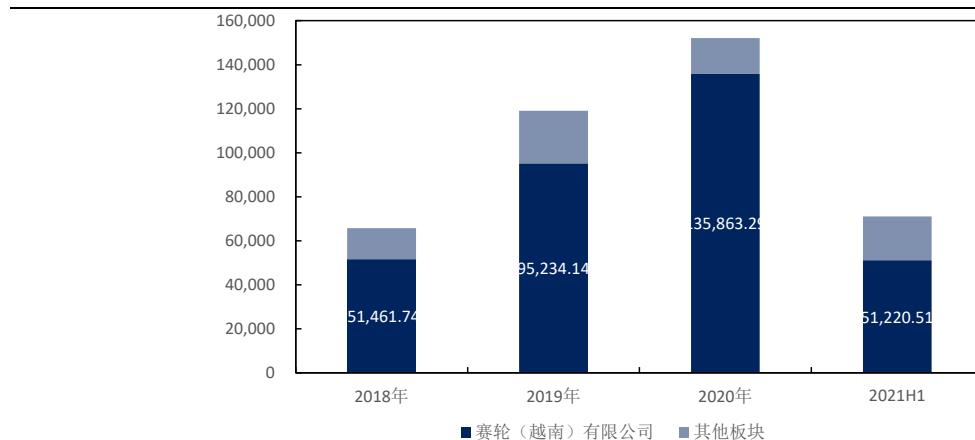
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

即便在海运前所未有的困境下, 以海外市场为主的轮胎企业业绩仍非常坚挺; 以国内市场为主的企业, 即便与海运困境无关, 却避不开国内市场过度竞争的影响。国际大牌轮胎企业渗透到全球每个市场, 而中国上百家轮胎企业中能有力参与欧美市场竞争的企业数量不多, 但却都能参与国内市场竞争。因此, 相比之下, 有能力出海的企业在海外市场面临较国内市场有序的竞争。米其林是法国轮胎公司、全球最大的轮胎公司, 但若米其林以法国市场为主则根本不可能有今天的江湖地位。

赛轮轮胎的国际化做得好, 已经不是停留在由中国出口, 而是将海外市场、海外生产布局做得更好。

公司近三年的高速增长, 越南工厂功不可没。2018 年以来公司业绩进入高速增长阶段, 净利润从 2018 年的 6.57 亿元增长到 2020 年的 15.2 亿元, 复合增长率为 52.15%。公司业绩高速增长的原因在于越南工厂产量处于爬坡期, 利润率水平维持高位, 利润贡献占比逐年升高。越南一期二期全钢胎从 80 万条/年扩产到 2020 年的 160 万条/年, 并且工厂运行稳定开工率逐年升高, 产量逐渐增长。2018 年-2021H1 赛轮越南子公司净利润分别为 5.1 亿元、9.5 亿元、13.59 亿元、5.1 亿元, 贡献总利润的 78.3%、79.9%、89.3%、72.1%。

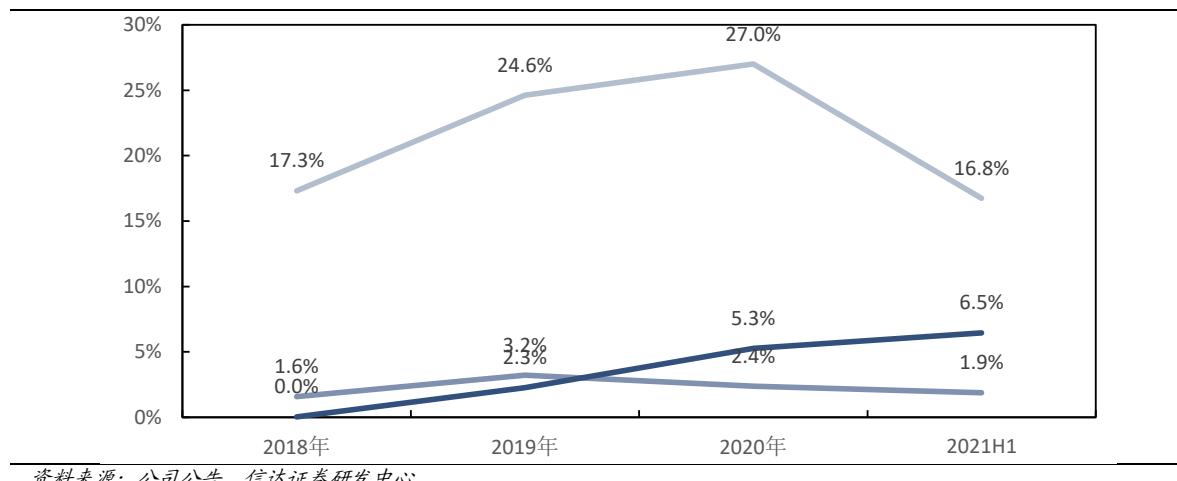
图 6: 赛轮越南公司贡献净利润情况 (单位: 万元)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

越南工厂的利润率对比国内工厂一直处于高位，在 2019-2020 年维持在 24%以上，其核心原因在于越南工厂出口欧美的轮胎税率较低。

图 7：赛轮越南、沈阳、东营子公司净利润率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为，未来 3 年，随着公司产能，尤其是海外产能的持续投产，如果没有疫情或者运费等因素的影响，公司利润有望保持持续高速增长。

从公司的未来产能增长来看：

海外产能方面，2021 年 1 月公司公告了越南三期项目，越南三期将设计年产半钢子午胎 300 万条/年、全钢子午胎 100 万条/年及 5 万吨非公路轮胎，3 月公告了柬埔寨项目，并在 6 月进行增资将设计产能扩建到 900 万条/年半钢子午胎。根据公司目前的可研计划，越南 3 期和柬埔寨项目建设周期 24 个月，预计 2022 年底将能投产，但从公司历年工厂的实际投产情况来看，我们认为公司柬埔寨工厂和越南三期有望在 2021 年底投产，2022 年开始正式贡献产量。

同时，公司越南一期二期产能通过技改今年有望新增 200 万条半钢胎产能，越南合资工厂（ACTR）合资全钢胎工厂今年满产达到 240 万条/年，2022 年有望通过技改新增有进一步提升。

国内产能方面，沈阳智能工厂 330 万条/年的全钢胎项目今年有望投产，2022 年实现满产，2022 年东营 700 万条半钢胎项目有望建成投产，潍坊技改项目 120 万条全钢胎、600 万条半钢胎将建成投产。

表 1：赛轮轮胎现有产能及规划产能情况

	产能	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
青岛	TBR (万条)	260	260	270	270	270	270	270	270	270
	PCR (万条)	1000	1000	1000	1050	1050	1050	1050	1050	1050
	OTR (万吨)	1.9	2.9	3.5	3.7	6	6	6	6	6
东营	PCR (万条)	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
	PCR(万条)					700	700	700	700	700
沈阳	TBR (万条)	180	180	190	200	200	200	200	200	200
沈阳（智能）	TBR(万条)					330	330	330	330	330
潍坊技改项目	TBR (万条)					120	120	120	120	120
	PCR (万条)					600	600	600	600	600
越南（一期二期）	TBR (万条)	80	120	140	160	160	160	160	160	160

	PCR (万条)	1000	1000	1000	1100	1300	1300	1300	1300
	OTR (万吨)	1.3	3.5	3.5	3.6	5	5	5	5
越南合资	TBR (万条)				120	240	240	240	240
	PCR (万条)				0	0	0		
越南三期	TBR (万条)					100	100	100	100
	PCR(万条)					300	300	300	300
	OTR (万吨)					5	5	5	5
柬埔寨	PCT(万条)					900	900	900	900

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

回顾中国轮胎海外建厂的历史，也是与欧美关税壁垒政策赛跑的历史，为了抢占欧美这个全球最大的轮胎市场，赛轮以前瞻性的眼光在第一轮双反中跑赢，在第二轮的双反中，公司也已经先一步占据了低税率产能的优势。

2015 年欧洲对中国轮胎企业实行双反政策，中国企业出口面对高税率导致出口占比大幅下滑，不少企业开始出国外建厂，选址集中在泰国和越南，其中选择泰国的轮胎公司较多，比如玲珑（2014 年）、森麒麟（2015 年）和中策，赛轮在 2012 年看准趋势选择越南建厂，越南一期在所有出海的企业中率先投产，成功的规避了双反的风险，抓住了海外市场的机遇，开始了第一轮的快速成长。

2020 年 5 月，美国开始了对韩国、泰国、越南和中国台湾地区的双反调查，2021 年 5 月双反税率正式落地，针对泰国反倾销税率为 14.62%-21.09%，韩国反倾销税率为 14.72%-27.05%，中国台湾地区 20.04%-101.84%，越南地区的反倾销税率为 0%-22.27%，（赛轮越南公司反倾销税率为 0%，反补贴税率为 6.23%），随着美国对东南亚双反调查税率落地，从地区角度来看，中国企业集中建厂的泰国税率显著高于赛轮海外工厂所在的越南，而从越南的轮胎内部来看，赛轮越南也是此轮双反调查中税率最低的企业。越南成为了出口美国市场的成本洼地。

在第二轮双反的压力下，多家国内龙头轮胎公司选择建立第二海外工厂，玲珑轮胎选在塞尔维亚，森麒麟选在西班牙，通用选在柬埔寨，赛轮也在 2021 年初公告第二海外工厂，选在柬埔寨建厂。公司之所以选择柬埔寨，一方面是因为柬埔寨出口美国试产更没有双反税率，另一方面也是因为柬埔寨工厂离公司的越南工厂距离非常近，方便公司进行协同管理和建设。从投产日期看，赛轮这一轮建厂依然领先行业其他公司，2021 年末柬埔寨工厂有望投产，成为中国轮胎企业中首先投产第二海外工厂的企业，同时，2021 年底越南三期工厂也有望投产，公司有望抓住低税率优势进一步提升海外市占率，保持持续的快速增长。

表 2：我国轮胎企业海外工厂产能建设情况

公司	地点	项目	状态	投产/预计投产时间	全钢胎 (万条/年)	半钢胎 (万条/年)
玲珑轮胎	泰国	一期	已投产	2014 年		1500
	泰国	二期	已投产	2015 年 Q2	120	
	泰国	三期	已投产	2019 年 Q2	100	300
	塞尔维亚	一期	在建	2021Q4	80	350
	塞尔维亚	后续	规划		80	850
赛轮轮胎	越南	一期+后续扩建	已投产	2013、2015		1100
	越南	二期	已投产	2018 年	160	
	越南	合资项目	已投产	2020Q4	240	
	越南	三期	在建	2022 年	100	300
	柬埔寨		在建	2022 年		900

森麒麟	泰国	一期	已投产	2015年	1000
	泰国	二期	部分投产	2021年	200
	西班牙		规划		1200
中策橡胶	泰国	一期+二期	已投产	2015年	210
	泰国	三期	投产	2019Q3	120
	泰国	四期	在建		
通用股份	泰国	一期	已投产	2020Q4	50
	泰国	二期	在建	2021Q3	50
	柬埔寨		规划	2023年	600
三角轮胎	美国	一期	规划		500
贵州轮胎	越南	一期	已投产	2022Q1-Q2	120
		二期	规划中		95

资料来源:信达证券研发中心整理

随着新建产能的投产，在未来五年，公司将迎来产量的持续增长，为公司业绩提供支撑。具体来看：

2022 年，公司国内的产量增长来自于沈阳智能工厂项目（全钢）和潍坊技改项目（半钢+全钢），以及小部分的青岛项目开工率提升，预计增加产量全钢 234 万条，半钢 570 万条，海外产量增长主要来自于越南三期（半钢+全钢）和柬埔寨项目（半钢）的新建产能，以及越南一期开工率的提升，预计将增加产量全钢 61 万条，半钢 518 万条。

2023 年，公司国内产量增长主要来自于东营项目（半钢）和潍坊技改项目（半钢+全钢）产量爬升，预计将增加产量全钢 48 万条，半钢 510 万条；海外产量增长主要来自于越南三期（半钢+全钢）和柬埔寨项目（半钢）的产量爬升，预计将增加产量全钢 33 万条，半钢 710 万条。

图 8: 2017-2025 年公司全钢轮胎国内产量及增长情况  
(单位: 万条)

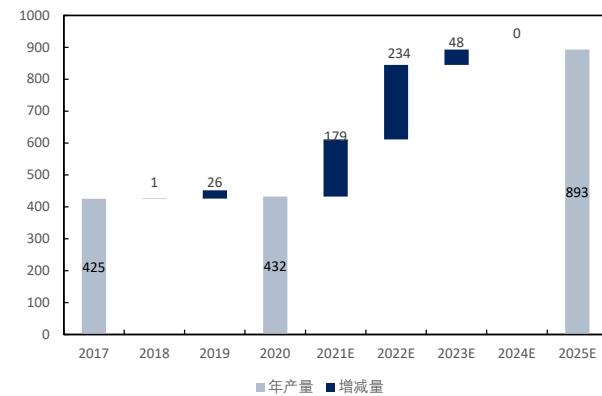
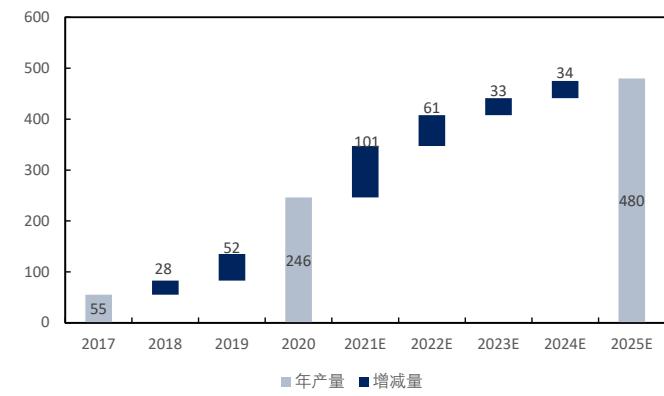


图 9: 2017-2025 年公司全钢轮胎国外产量及增长情况 (单位: 万条)



资料来源:公司公告，信达证券研发中心

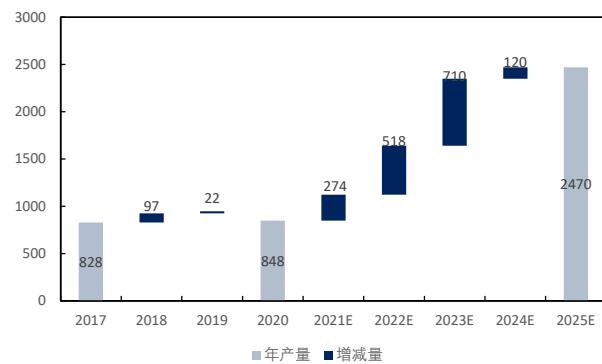
资料来源:公司公告，信达证券研发中心

图 10: 2017-2025 年公司半钢轮胎国内产量及增长情况 (单位: 万条)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 2017-2025 年公司半钢轮胎国外产量及增长情况 (单位: 万条)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 在基础研究的方向上不辍耕耘

中国轮胎如果能做到国际一线轮胎产品八成的水平，是不可能有其八成的价格的。因为消费品的提质和提价不是线性关系，这一点我们在研报《赛轮轮胎：亮剑，新白马，新消费！》中有详述。

近五年中，中国轮胎行业龙头崛起，开始有实力投入研发，但即便到今天，大部分轮胎企业的研发费用实际是用作产品开发，而投身到轮胎基础科学的研究的企业凤毛麟角。轮胎中这种级别的研究就像创新药的研究，需要耐住十年的寂寞，能够坚持不辍耕耘。然而这条看似缓慢的路径，却是唯一正确的路径。中国轮胎企业应该正视跟百年国际一流企业产品的差距，不要过早的迷失于营销，而要将精力投入到提升自己产品的硬实力中去。轮胎是消费品，但轮胎是考究性能的硬核消费品，因为司机、乘客是将生命托付给滚动的轮胎的。产品实力提升，品牌水到渠成。

在传统轮胎材料之外，公司与国内科研人员联合开发了“液体黄金”轮胎材料，目前已经投产试推广，定位高端领域，有望成为公司新的业绩推动力。

轮胎生产分为：密炼、挤出、压延、成形和硫化 5 个主要步骤。密炼过程的配方决定了轮胎基础材料的基本性能，成形过程中的结构决定了轮胎差异化的性能，都具有较高的技术壁垒。

图 12：轮胎的生产制造过程



资料来源：信达证券研发中心

公司“液体黄金”材料是采用“化学炼胶”的高性能橡胶新型材料 EVEC。传统的轮胎制造采用固体材料混炼的方法，将天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂进行混合，机械推动的物理混合能耗很高，也很难将得到很均匀的分散性，因此填料分子和填料分子间的作用力无法最大化。

公司发明了湿法混炼橡胶的技术，在合成橡胶烯烃液相聚合的阶段加入白炭黑，在液相状态下能够混合的更加快速和均匀，单位质量的白炭黑在橡胶中的比表面积比传统物理炼胶提高 3 倍。这样得到的橡胶材料，白炭黑和橡胶的分子间作用力提升，能够降低滚动阻力，同时还能保障橡胶的耐磨性。2016 年行业权威杂志《国际轮胎技术》对这种炼胶技术进行封面报道，并使用“Liquid Gold”（液体黄金）来称呼。

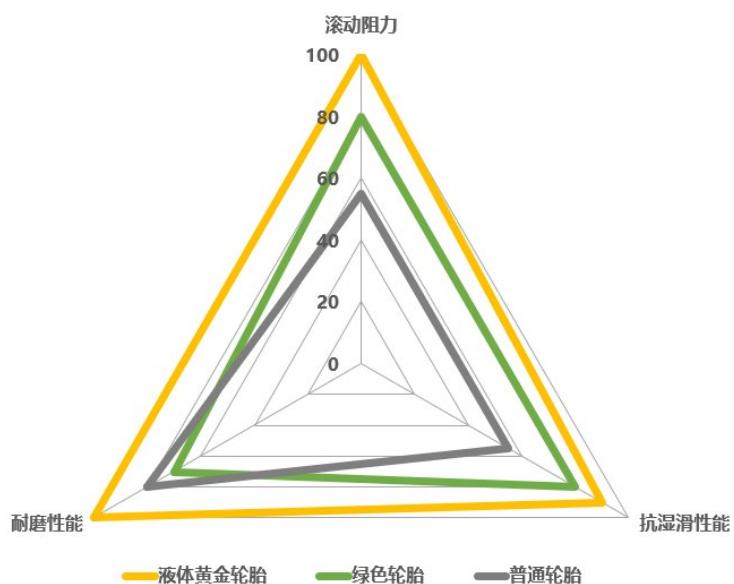
图 13: 《国际轮胎技术》期刊的封面文章介绍了液体黄金



资料来源: 《国际轮胎技术》, 信达证券研发中心

公司对液体黄金材料的应用进行了重点研究, 开发出新一代轮胎产品“液体黄金”轮胎。这种轮胎打破了轮胎生产中的魔鬼三角, 即滚动阻力、耐磨性能、抗湿滑性能三者不能同时满足, “液体黄金”轮胎相比普通轮胎在这三种性能上均有明显提升。

图 14: 赛轮“液体黄金”轮胎打破了轮胎生产的魔鬼三角



资料来源: 赛轮集团公众号, 信达证券研发中心

除了能够克服轮胎的魔鬼三角以外，轮胎从生产到使用的全过程能够显著降低能耗，减少碳排放。在使用过程中，液体黄金轮胎能够通过降低自身滚动阻力，大幅减少汽车在行驶过程中的燃油消耗，公司在日本的测试结果显示，S880 轮胎在节油性能上优于日本一线品牌 8%，轿车测评中，装有液体黄金轮胎行驶 15 万公里，可节油约 810 升，CO<sub>2</sub>排放减少约 2 吨，较传统绿色轮胎降低 6.8%；载重卡车测评中，对比市面上普通轮胎（滚阻 D 级），按 22 条液体黄金轮胎计，行驶 40 万公里，可节油约 2.46 万升，CO<sub>2</sub>排放减少约 65.48 吨。另外由于不采用传统物理机械混合的方法，生产能耗上也有明显降低。

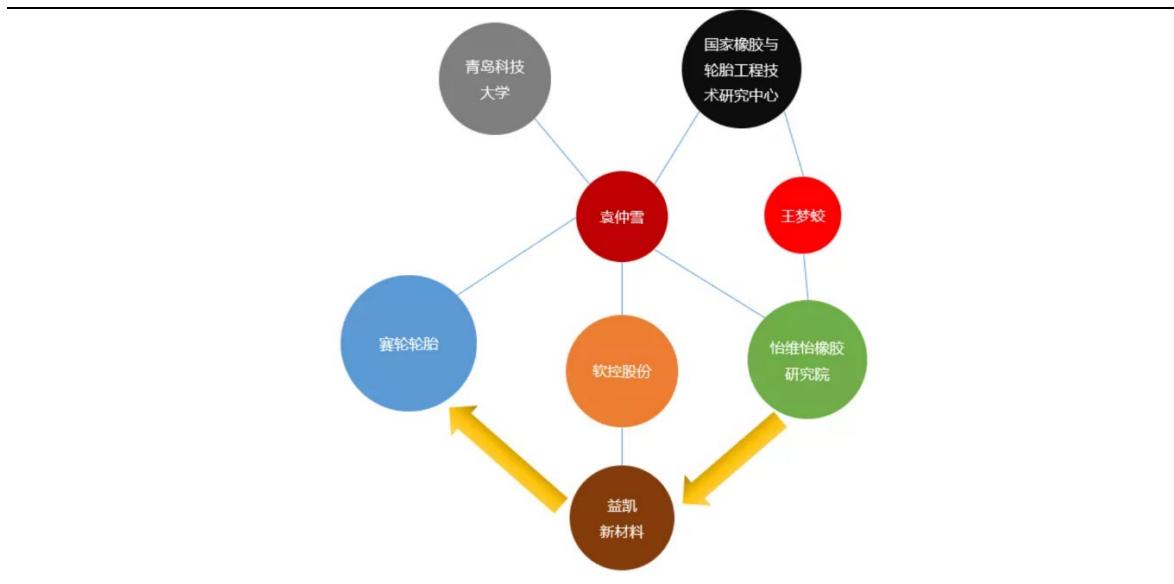
图 15：赛轮“液体黄金”轮胎



资料来源：赛轮集团公众号，信达证券研发中心

另一个值得指出的点在于这种材料是全由我国科研人员研发的，使用的实验室与赛轮集团关系密切。1998 年以前王梦蛟教授在卡博特工作时曾经进行过天然胶和炭黑湿法混炼的研究，2012 年退休后在公司实控人袁仲雪搭建的国橡中心、怡维怡橡胶研究院平台进行了合成橡胶和填料连续液相混合的第一个实验，并申请了专利，2016 年王梦蛟在欧洲轮胎学术会议上展示了湿法混炼胶的雏形，得到了学界、产业界的极高评价和高度关注，2019 年液体黄金乘用车轮胎开始为多家汽车主机厂供货，评价数据显示耐磨性提升 40% 以上、滚动阻力降低 30% 以上，疫情之后在 2020 年的 6 月 9 日，益凯新材料湿法混炼胶 30 万吨项目建设正式启动，2021 年赛轮的液体黄金轮胎产品公开亮相展示。

图 16：赛轮“液体黄金”轮胎研发人物、机构关系



资料来源：信达证券研发中心

“液体黄金”轮胎已经进入了试产评测阶段，公司首先在卡客车领域合作，用产品质量吸引 B 端用户，与三一重工合作的“江山环游记”项目中使用液体黄金轮胎，受到重卡司机的一致好评。

图 17：三一重工与赛轮集团合作的“江山环游记”项目



资料来源：赛轮集团公众号，信达证券研发中心

我们认为，随着液体黄金轮胎产品的性能得到市场认可，其定价水平相较于普通产品更高，公司液体黄金轮胎定价较普通轮胎高 25%左右，毛利率有望提升。后续有进一步提价的空间。

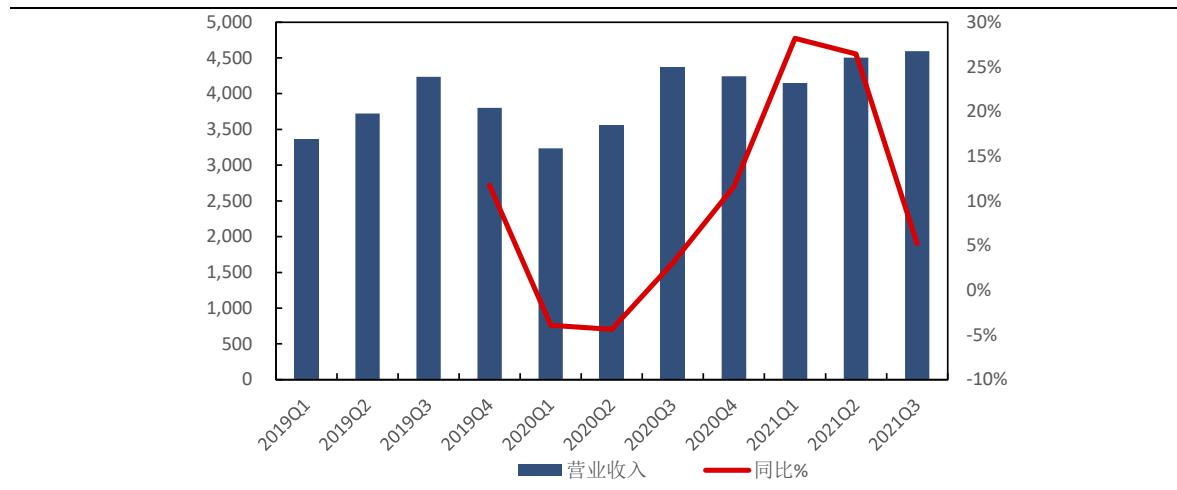
随着公司液体黄金轮胎产品在卡车胎领域的突破，后期有望进一步进入乘用车领域，定位高端乘用车轮胎市场。

我们认为，在轮胎的生产制造中，材料技术是最核心、也是最难突破的技术，公司始终秉持着“做一条好轮胎”的理念，持续提高产品性能，随着公司产品性能的提升，公司的品牌价值也有望进一步提高，品牌溢价提升，未来有望从国内轮胎龙头跻身国际轮胎龙头，在品牌角度也跻身国际一线行列。

## 边际改善已至，2022 重回快车道

2021年三季度，公司实现营业收入45.93亿元，同比增长5.21%，实现归母净利润2.99亿元，同比下降44.49%，环比基本持平，2021年前三季度共实现营业收入132.45亿元，同比增长18.65%，共实现归母净利润10.02亿元，同比下降14.58%。尽管轮胎行业在2、3季度受到海运、原材料和疫情等各方面的影响，但公司营业收入仍然保持持续增长，继续提升在全球轮胎市场的份额。

图 18：公司 2019-2021Q3 单季营业收入及增速情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

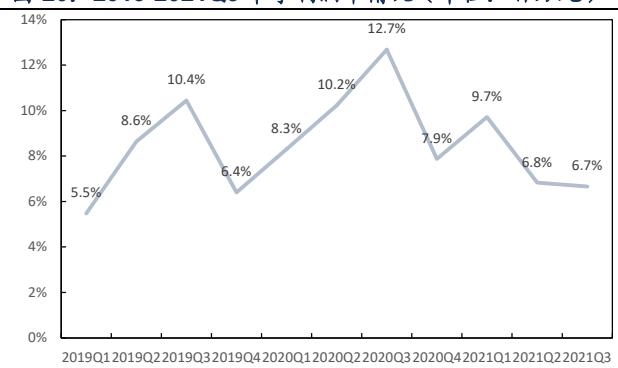
公司净利润从二季度开始受到行业各方面压力影响呈现略微下滑状态，利润率也有所下降。二季度净利润同比下降15.6%，环比下降23.7%，三季度同比下降44.8%，环比基本持平。公司净利润率二季度为6.8%，同比下降3.4个百分点，三季度为6.7%，在3季度由于越南疫情导致的开工率下降情况下与2季度持平。

图 19：2019-2021Q3 单季归母净利润及增速情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：2019-2021Q3 单季利润率情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

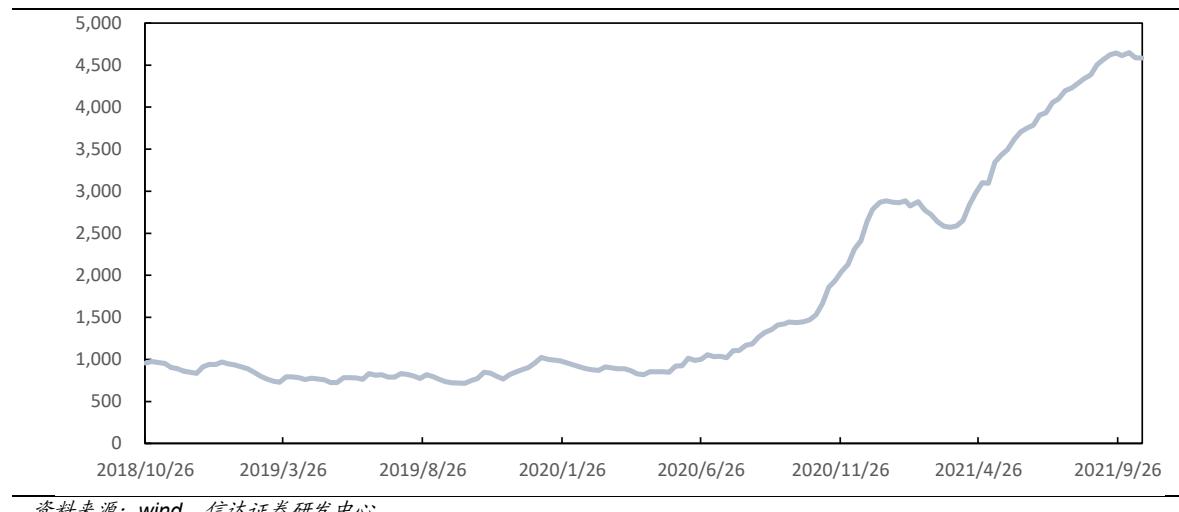
按业务拆分，三季度公司自产自销轮胎产品板块共生产轮胎957.79万条，共销售1083.45万条，共实现收入41.43亿元，合轮胎单价为382.4元/条；轮胎贸易板块共实现收入2.64亿元。受原材料价格波动、产品结构因素影响，三季度轮胎单价同比增长15.12%，环比增长7.40%，原材料方面价格总体同比增长21.98%，环比下降8.37%。公司在原材料价格环比下降的情况下，仍然实现了产品价格的整体提升，我们预计随着运费改善，公司4季度将显著受益于产品价格提升。

2、3 季度我国轮胎行业整体承压，公司利润率水平下滑，主要有几方面的因素，一方面，海运费高涨、货柜紧张拖累了轮胎行业的出口，尤其是从公司角度来看，公司的收入中，约 70%为出口业务，在出口受限的情况下，公司的销售受到一定程度的影响；一方面，是成本端，天然橡胶价格同比上涨，其他大宗商品价格也整体呈现出上涨的趋势，而轮胎作为消费品，涨价频率和周期显著低于大宗商品，这也短期影响了企业的利润率。

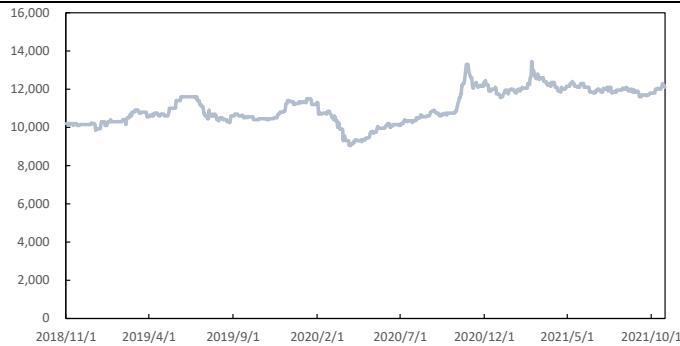
除了行业方面的因素，3 季度随着越南疫情的反弹，越南政府加强防疫措施也影响了公司越南工厂的开工率，而越南工厂是公司利润的主要来源，这也对公司造成了一定的压力。

首先是海运费。受全球航运持续拥堵影响，海运费自 2020 年 Q3 开始持续涨价，上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 持续爬升，2021Q2-3SCFI 指数的同比涨幅在 2 倍以上。由于轮胎的单集装箱产值相对较低，运费占比更大，海运费大幅上涨一方面给公司出厂价造成了一定压力，另一方面集装箱紧缺也对公司的出口量造成了一定的影响。

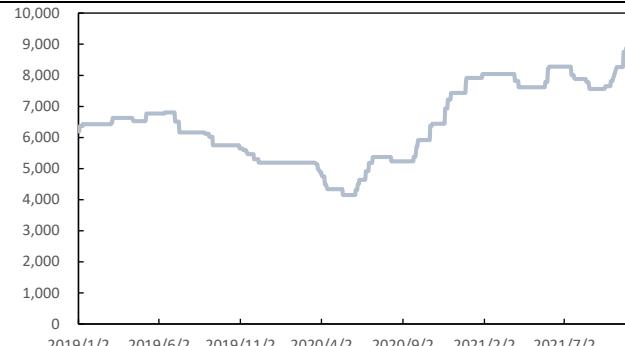
图 21: SCFI 指数



在成本端，天然橡胶价格在 2021 年一季度迎来快速的上涨，2021Q1 平均价格达到 12209.44 元/吨，为 2019 年以来的单季度最高平均价格，二三季度价格开始回归，Q2 平均价格为 12085.71 元/吨，2021Q3 平均价格为 11884.24 元/吨，但相比 2020 年之前的价格仍然偏高。另一种重要原材料炭黑的价格也处于高位，炭黑价格在 2021Q1 平均价格达到 7996.33 元/吨，相比 2020Q1 上涨 54.7%，2019Q1 上涨 23.5%，二三季度仍维持高位。轮胎企业原材料库存存在 1 个季度左右，因此二三季度逐渐消化价格高点的库存造成成本偏高。根据公司 2021 三季报，公司的天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料总体价格同比增长 21.98%，环比下降 8.37%。

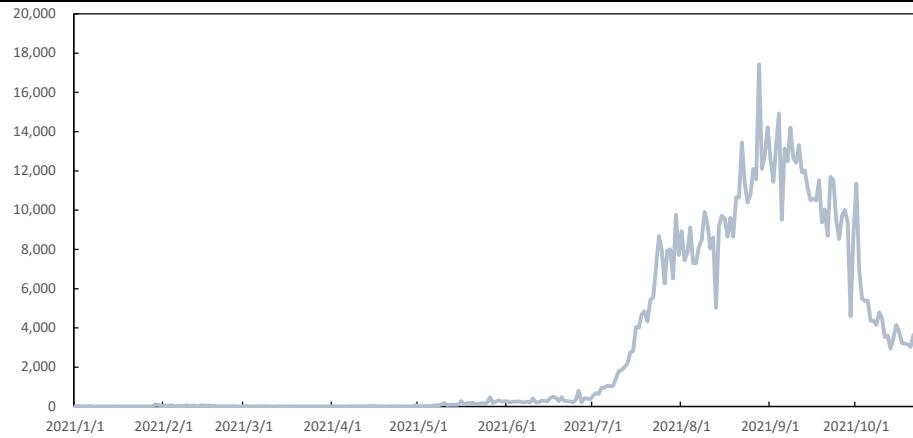
**图 22: 2019-2021 年天然橡胶价格 (单位: 元/吨)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 23: 2019-2021 年炭黑价格 (单位: 元/吨)**


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

在行业因素以外, 公司的开工率也受到了越南疫情的影响。2021 年 5 月越南新冠病例急速新增, 最高时单日确诊病例超过 16000 人, 越南政府对新冠病毒实行强管控政策, 2021 年 5 月爆发时越南政府实行了封锁政策, 封锁政策影响员工返厂, 公司开工率受到的影响。

**图 24: 越南每天新增新冠确诊病例 (单位: 人)**


资料来源: WHO, 信达证券研发中心

**表 3: 越南新冠疫情管控政策**

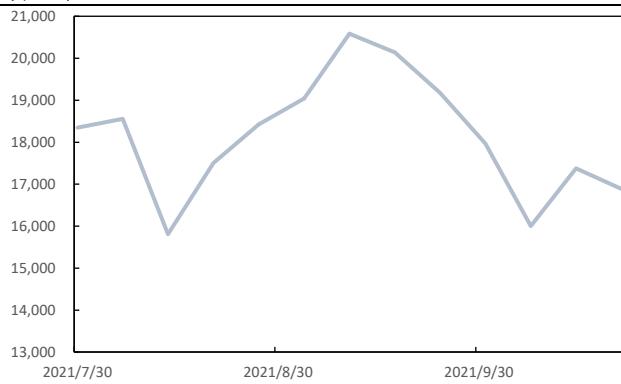
时间	政策要求
5 月 31 日	胡志明市因感染人数持续增加开始实施为期两周的封锁政策。第 12 区受到更严格的第 16 号指令的措施: 不允许两个人在公共场所集会, 并要求人们只在紧急情况、食品、药品、工厂工作以及涉及基本商品和服务的企业时离开家; 城市的其他地区将受到第 15 号指令的措施: 禁止 20 人以上在一个地方集会, 禁止 10 人以上在工作场所、学校、医院以外集会。
7 月 9 日	胡志明市实施 16 号指令措施并延续。同奈省和庆和省也开始在 16 号指令下施行封锁。
7 月 12 日	胡志明市当局为确保严格遵守封锁措施, 对无正当理由外出的人处以 100 万至 300 万越南盾(43 至 130 美元)的罚款。主要道路和地区之间设置了检查站, 同时对城市居民进行了大范围的新冠病毒检测。大多数省市要求去过胡志明市的人检测呈阴性。
7 月 14 日	胡志明市当局关闭了西贡高科技园区的几家工厂, 其中包括三星园区, 此前那里的一家工厂发现了 700 多起病例。
7 月 19 日	包括湄公河三角洲地区在内的 16 个南部地区将在两周内按照第 16 号指令采取封锁。河内当局要求人们待在家里, 避免 5 人以上的公共集会, 同时下令关闭非必要的企业。此外, 37 个受疫情影响省市的交通也已暂停。
7 月 28 日	胡志明市及平阳、同奈、平福等 11 个南部省份实施了夜间管制措施, 从晚上 6 点到早上 6 点禁止外出。
8 月 5 日	越南政府将完全接种疫苗的外国入境人员的集中隔离时间从之前的 14 天缩短到 7 天。入境人员还必须在入境前 72 小时内进行病毒检测呈阴性, 然后在隔离期结束后再进行 7 天的自我监测。此外, 感染了新冠病毒并有证明在 6 个月内康复的人也将缩短隔离时间。
9 月 6 日	岘港从 9 月 5 起放宽了限制, 重新开放了传统市场, 取消了绿色区域的餐馆和食品连锁店。6 日, 会安地区的餐馆、咖啡店、路边餐馆等虽然被允许重新营业, 但顾客数量达到 50%, 而且还有防疫相关的保健措施。会安从 9 月 6 日开始根据第 19 号指令采取限制较少的社交距离措施。

9月 21 日	河内当局取消封锁措施，允许几家非必需企业恢复营业。包括理发店、化妆品店、传统市场和购物中心，允许办公室等企业以 50% 的产能恢复现场运营。市区内的道路不再需要旅行许可，分区和内部检查站已经被取消。
10月 1 日	胡志明市取消了封锁措施。允许恢复但限制流动性的地方包括：办公室、工业园区、出口加工区、高新技术园区、理发店、健身房、博物馆、婚礼、超市、便利店、餐厅(仅限外卖)、食品杂货店等。酒吧、水疗中心、卡拉 ok 和按摩院、电影院、夜总会、街头摊贩和彩票摊贩等将继续被暂停营业。进出该市的公共交通也仍处于暂停状态。
10月 4 日	国内航班按照四阶段计划恢复。在疫情较轻的地区，航班恢复正常。
10月 12 日	河内和海防当局取消了对乘坐国内航班抵达的乘客的强制性集中隔离要求。根据卫生当局的规定，乘客只用在家中隔离 7 到 14 天。但乘客需要全面接种疫苗并持有 COVID-19 检测阴性证书才能出行。

资料来源: *Vietnam Briefing*, 信达证券研发中心

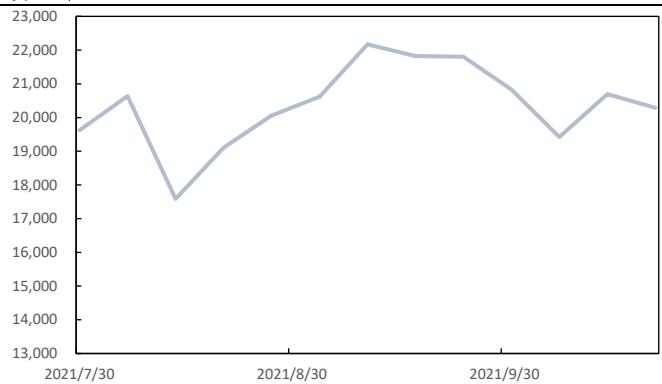
但自 4 季度以来，压制公司的因素已经出现了边际改善的拐点。首先海运费方面，SFIC 指数走势趋向平缓并有下降趋势，看单条航线，从东亚到欧洲及欧洲到东亚航线从 9 月份最高点的 14703 美元/集装箱下降到了 14255 美元/集装箱，东亚与美西间航线价格从 9 月份 20586 美元/集装箱下降到了 10 月末 16884 美元/集装箱，东亚美东航线航线价格基本持平。总体来讲公司从东亚发出的货物运费基本呈现边际下降趋势，四季度及明年海运费有望下降。

图 25: 2021 年 7 月到 2021 年 10 月东亚到美西单集装箱运费 (单位: 美元)



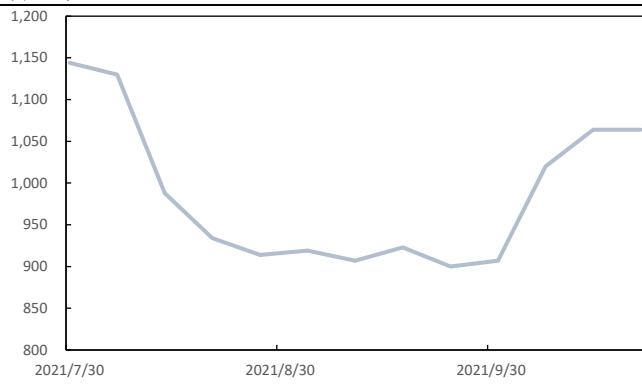
资料来源: *freightos*, 信达证券研发中心

图 26: 2021 年 7 月到 2021 年 10 月东亚到美东单集装箱运费 (单位: 美元)



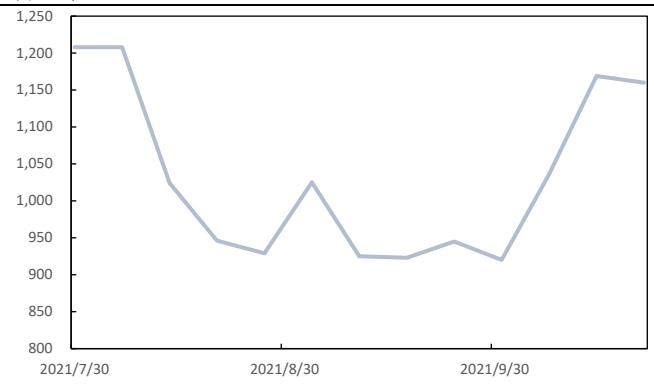
资料来源: *freightos*, 信达证券研发中心

图 27: 2021 年 7 月到 2021 年 10 月美西到东亚单集装箱运费 (单位: 美元)



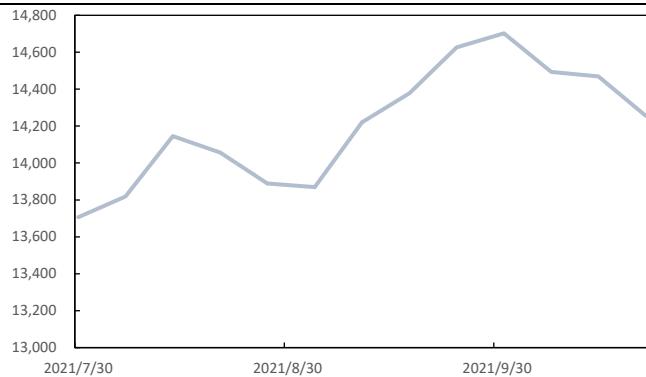
资料来源: *freightos*, 信达证券研发中心

图 28: 2021 年 7 月到 2021 年 10 月美东到东亚单集装箱运费 (单位: 美元)



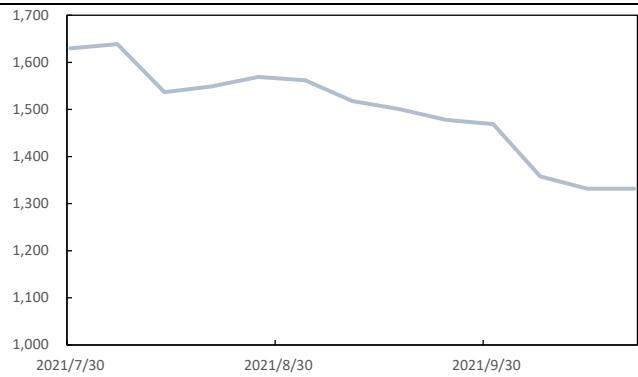
资料来源: *freightos*, 信达证券研发中心

图 29: 2021 年 7 月到 2021 年 10 月东亚到欧洲单集装箱运费 (单位: 美元)



资料来源: freightos, 信达证券研发中心

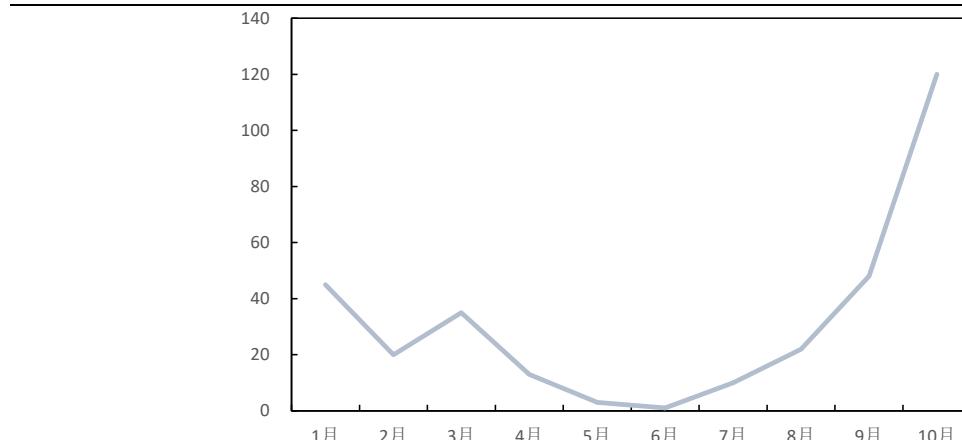
图 30: 2021 年 7 月到 2021 年 10 月欧洲到东亚单集装箱运费 (单位: 美元)



资料来源: freightos, 信达证券研发中心

其次轮胎原材料的成本提升逐渐传导到轮胎价格上, 从 9 月份开始越来越多的轮胎公司发布涨价通知, 根据《轮胎商业》的报道, 10 月份大概有 100 多家轮胎公司发布涨价新闻, 国内市场轮胎厂商一次涨价通知在 1%-10% 不等, 美国市场轮胎从二季度就开始涨价, 涨价幅度在 4%-13% 不等。涨价将有望缓解天然橡胶、炭黑、钢材等原材料和能源价格上涨的成本压力, 四季度毛利率有望进入回升通道。公司产品涨价已经在三季度有所显现, 2021 年第三季度公司轮胎产品的价格同比增长 15.12%, 环比增长 7.40%。

图 31: 2021 年 1-10 月轮胎企业宣布涨价通知的数量



资料来源: 《轮胎商业》, 信达证券研发中心

表 4: 国内市场轮胎涨价不完全统计

时间	企业	涨价通知内容
5月 25 日	山东银宝轮胎	矿山胎、工程胎、军用胎涨价 3%-8%
6月 1 日	厦门正新海燕轮胎	厦门正新海燕轮胎发布通告称对 TBR 产品进行价格调整, 自 2021 年 6 月 1 日起, LTS 产品价格上涨 2%, 其他部分产品价格上涨 2%。同时表示, 视成本上涨情况, 随时再调涨 TBR 产品价格。
5月 16 日	正新橡胶	玛吉斯轮胎 5 月 11 日发布涨价通知单, 宣布从 5 月 16 日起, 对 TBR 轻卡产品价格上涨 2%, 并针对此产品进行货源配比, 安排发货。
5月 1 日	宁夏神州轮胎有限公司	宁夏神州轮胎有限公司宣布从 5 月 1 日起针对部分商品进行价格上调。
7月 1 日	风神轮胎	针对斜交装载机类产品, 在现有价格的基础上价格上调 2% 左右。
7月 1 日	正新橡胶	玛吉斯发布涨价单, 自 7 月 1 日起, 对玛吉斯旗下 LTS 产品价格上涨约 5%, 此外部分尺寸商用车轮胎上涨 8-9%, 涨幅较大。

7月 1日	厦门正新海燕轮胎	厦门正新海燕工厂同样对公司 TBR 产品进行价格调整, 自 2021 年 7 月 1 起, LTS 产品价格上涨 3%-7%, 其他部分产品价格上涨 2%。并且视成本上涨的情况, 随时再次调涨 TBR 产品价格。
7月 1日	建大工业	建大工业旗下大陆厂的轻型卡车胎及轿车胎, 7月起也调涨各 3%。
10月 11日	双星轮胎	双星轮胎决定自 2021 年 10 月 11 起对全钢轮胎产品价格上调 2%-5%。
9月 1日	双星轮胎	第一次涨价通知 9 月, 具体日期不详
9月 20日	安徽吉驰轮胎	安徽吉驰轮胎发布了价格调整的通知: 由于原材料价格一直居高不下对旗下的几个品牌的价格上调 2%-6%, 具体以 10 月份销售政策为准。
8月 1日	厦门正新海燕轮胎	部分 TBR 4%-5%
8月 23日	固铂轮胎	PCR 全线产品 2%
9月 1日	米其林	2-5%
9月 10日	风神轮胎	1%-6%

资料来源: 中国轮胎商务网, 信达证券研发中心整理

表 5: 国外市场轮胎涨价不完全统计

时间	企业	发布涨价通知内容
4月 1日	普利司通轮胎	美国和加拿大的普利司通品牌商用卡车轮胎和 Bandag 翻新产品的价格上调 8%
	固特异轮胎	北美地区所有固特异、凯利和邓禄普品牌的客运轮胎价格上调 8%
	米其林轮胎	由于不断变化的业务动态和原材料成本的上升, 米其林北美公司宣布对选定的米其林®、BFGOODRICH® 和 UNIROYAL® 客运和轻型卡车轮胎以及选定的城市交付产品提价 8%。
5月 1日	普利司通轮胎	普利司通美国公司因“业务成本增加和其他市场变化”, 对美国和加拿大对部分普利司通和凡士通品牌的客运和轻型卡车轮胎提价 8%。
6月 1日	普利司通轮胎	普利司通美洲公司对美国和加拿大的 OTR 和 ag 轮胎价格上调 8%
	固特异轮胎	固特异宣布再次提高北美所有乘用轮胎的价格, 包括邓禄普和凯利的消费者轮胎价格继续上调 8%。
	米其林轮胎	普利司通美国公司将在美国和加拿大销售的部分普利司通、凡士通和富士安品牌客运和轻型卡车轮胎的价格上调 8%。
7月 1日	普利司通轮胎	米其林北美公司宣布对美国和加拿大地区选定的米其林®、BFGOODRICH® 和 UNIROYAL® 客运和轻型卡车更换轮胎的价格上调高达 6%, 对公路和越野商业轮胎的价格上调高达 13%。
	固特异轮胎	普利司通对美国和加拿大的 Bandag 产品提价 10%, 包括脚垫、坐垫和附属产品。
	米其林轮胎	固特异轮胎橡胶公司对部分消费轮胎生产线提价 3%。
9月 1日	普利司通轮胎	米其林北美公司宣布对美国和加拿大地区选定的米其林®、BFGOODRICH® 和 UNIROYAL® 客运和轻型卡车更换轮胎提价高达 8%, 对摩托车轮胎提价高达 4%, 对公路和越野商业轮胎提价高达 14%。
	固特异轮胎	普利司通美国公司对旗下普利司通、凡士通和富士安(Fuzion)品牌客运和轻型卡车轮胎、普利司通和凡士通品牌卡车和客车轮胎、普利司通和凡士通 OTR 轮胎以及凡士通公司(Firestone Ag)轮胎和内胎的价格上调 8%。
	米其林轮胎	固特异轮胎橡胶公司将固特异、邓禄普和凯利品牌的消费品轮胎价格上调了 5%。

资料来源: 信达证券研发中心整理

除了行业层面的边际改善, 越南疫情状况也有好转, 公司越南开工率恢复到 100%。越南疫情从 8 月高点日新增 10000 例以上下降到 10 月份日新增 3000 例左右, 政府也放宽了对人员流动性的管理。政策从 8 月份开始从逐渐放宽, 隔离从 14 天下降到 7 天, 10 月 1 日开始, 越南取消了封锁措施, 允许办公场所、工厂园区、出口加工区等地恢复流动性, 10 月 4 日开始疫情较轻的地区航班恢复正常, 10 月 12 日取消了乘坐国内航班抵达的乘客强制性集中隔离要求, 乘客只需要在家中隔离 7-14 天并且接种疫苗。随着交通管制的放开, 公司销售通畅, 开工率恢复明显。

2021 年遇到的原料波动、海运紧张、疫情反复等特殊困难均在消褪, 年底柬埔寨工厂又投产在即。2022 年开始, 赛轮轮胎将重回收入和利润增长快车道。液体黄金轮胎若从 2022 年开始快速渗透市场, 则更加锦上添花, 业绩和估值水平更上一层楼。

## 投资评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 185.2、249.4、293.4 亿元，同比增长 20.23%、34.67%、17.63%，归属母公司股东的净利润分别为 15.22、25.18、32.89 亿元，同比增长 2.06%、65.43%、30.62%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.50 元，0.82 元和 1.07 元。对应 2022 年的 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

表 6：盈利预测

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15128	15405	18522	24944	29340
同比 (%)	10.55%	1.83%	20.23%	34.67%	17.63%
归属母公司净利润	1195	1491	1522	2518	3289
同比 (%)	78.88%	24.79%	2.06%	65.43%	30.62%
毛利率 (%)	25.86%	27.21%	24.17%	26.16%	27.06%
ROE%	17.87%	19.21%	15.61%	20.47%	21.64%
EPS (摊薄)(元)	0.39	0.49	0.50	0.82	1.07
P/E	34	28	27	16	12
P/B	5.81	4.85	3.72	3.03	2.44
EV/EBITDA	17.88	15.73	17.40	12.06	9.71

资料来源：Wind，信达证券研发中心，2021 年 10 月 29 日收盘价

## 风险因素

- 1、全球疫情防控不及预期风险
- 2、公司产能扩张进度不及预期风险

资产负债表		单位:百万元				
会计年度		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8471	10306	14562	17979	21450	
货币资金	3812	4369	6316	7758	9875	
应收票据	1	1	1	2	2	
应收账款	1827	2247	2271	3059	3598	
预付账款	176	303	380	498	579	
存货	2229	2656	3327	4363	5069	
其他	425	729	2266	2298	2327	
非流动资产	9407	10750	10392	12541	15255	
长期股权投资	430	590	590	590	590	
固定资产	6407	7353	6622	8079	10251	
无形资产	474	565	587	615	650	
其他	2096	2242	2593	3257	3765	
资产总计	17877	21056	24955	30520	36705	
流动负债	8467	10867	12187	14234	15630	
短期借款	3687	2815	2815	2815	2815	
应付票据	1676	3185	3989	5231	6078	
应付账款	1579	1979	2479	3250	3776	
其他	1524	2888	2904	2937	2960	
非流动负债	2001	1379	1379	2379	3879	
长期借款	1904	1203	1203	2203	3703	
其他	97	176	176	176	176	
负债合计	10468	12246	13566	16613	19509	
少数股东权益	341	348	348	348	348	
归属母公司	7068	8462	11040	13559	16848	
负债和股东权益	17877	21056	24955	30520	36705	

重要财务指标						单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	15128	15405	18522	24944	29340	
同比	10.55	1.83%	20.23	34.67%	17.63	
归属母公司净利润	1195	1491	1522	2518	3289	
同比(%)	78.88%	24.79%	2.06%	65.43%	30.62%	
毛利率(%)	25.86%	27.21%	24.17%	26.16%	27.06%	
ROE%	17.87	19.21%	15.61	20.47%	21.64	
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.50	0.82	1.07	
P/E	34	28	27	16	12	
P/B	5.81	4.85	3.72	3.03	2.44	
EV/EBITDA	17.88	15.73	17.40	12.06	9.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度		2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入		15,128	15,405	18,522	24,944	29,340
营业成本		11,216	11,214	14,046	18,419	21,400
营业税金及附加		74	59	84	114	134
销售费用		1,014	796	1,037	1,297	1,526
管理费用		592	790	833	1,122	1,320
研发费用		320	348	418	563	662
财务费用		252	336	217	367	322
减值损失合计		401	142	204	249	278
投资净收益		51	-11	27	22	13
其他		25	44	33	36	35
营业利润		1,335	1,754	1,742	2,870	3,745
营业外收支		-13	-33	-19	-21	-23
利润总额		1,322	1,721	1,723	2,850	3,722
所得税		131	200	200	332	433
净利润		1,191	1,521	1,522	2,518	3,289
少数股东损益		-4	29	0	0	0
归属母公司净利润		1,195	1,491	1,522	2,518	3,289
EBITDA		2,360	2,664	2,687	3,960	5,074
EPS(当年)(元)		0.44	0.55	0.50	0.82	1.07

现金流量表		单位:百万元				
会计年度		2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流		2009	3415	2982	3669	4655
净利润		1191	1521	1522	2518	3289
折旧摊销		779	770	774	900	1080
财务费用		258	173	190	210	271
投资损失		-51	11	-27	-22	-13
营运资金变动		-691	464	357	-127	-200
其它		522	476	165	190	227
投资活动现金流		-1363	-1950	-1900	-3017	-3768
资本支出		-1206	-1535	-1928	-3039	-3781
长期投资		-52	-9	27	22	13
其他		-105	-406	0	0	0
筹资活动现金流		584	-1716	866	790	1229
吸收投资		605	1	1083	0	0
借款		1286	-293	0	1000	1500
支付利息或股息		399	533	217	210	271
现金流净增加额		1262	-332	1947	1442	2116

## 研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。 2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	lirulin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看涨：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。